

国内经济情况解读

——货币政策与财政政策或进一步发力

报告导读

货币政策仍维持宽松，财政政策将更为积极。在稳增长政策的推动下，经济修复的有利因素在增多，但国内经济复苏仍不牢固，经济内生修复动能仍需加强，货币政策与财政政策有进一步发力空间。

投资要点

□ 宏观政策：货币政策、财政政策均有发力空间

货币政策仍维持宽松，全年降准降息可能 2-3 次，流动性整体偏松，PSL 再启。财政政策是影响今年经济运行的一个重要核心变量，财政政策将更为积极。

□ 经济数据：GDP 数据符合预期，投资数据出现回升

消费成为经济增长的主要拉动力，表现较为亮眼。12 月消费当月同比回落，但环比继续回升。12 月固定资产投资数据首次出现回升，主要原因是基建和制造业投资回升。房地产投资仍弱。在稳增长政策的推动下，经济修复的有利因素在增多，但国内经济复苏仍不牢固，经济内生修复动能仍需加强，宏观政策有进一步发力空间。

□ 库存周期：国内近期开始进入新一轮库存周期

目前国内已经进入新一轮库存周期，即被动去库阶段。

后续关注

一季度经济数据、央行货币工具、发债节奏

分析师：沈凡超

中央编号：BTT231

联系电话：852-4623 5564

邮箱：hector@cnzsqh.hk

相关报告

正文目录

1. 宏观政策：货币政策、财政政策均有发力空间	4
1.1. 货币政策：维持宽松，流动性整体偏松	4
1.2. 财政政策：更加积极，将前置发力	6
2. 经济数据：GDP 数据符合预期，投资数据出现回升	9
2.1. 12 月消费当月同比回落，但环比继续回升	9
2.2. 投资数据首次出现回升，基建和制造业投资回升，房地产投资仍弱	10
2.3. 外需或整体维持韧性	12
2.4. GDP 增速符合预期	12
3. 库存周期与通胀	13
3.1. 库存周期	13
3.2. 通胀	14

图表目录

图表 1: M2 增速	4
图表 2: 社融增速	4
图表 3: 抵押补充贷款(PSL)投放情况	5
图表 4: 存款准备金率	6
图表 5: 央行 7 天逆回购利率	6
图表 6: 银行间市场流动性	6
图表 7: 财政赤字率	7
图表 8: 政府杠杆率	7
图表 9: 国债发行量	8
图表 10: 新增专项债发行量	8
图表 11: 社会消费品零售总额当月同比	9
图表 12: 社会消费品零售总额环比	9
图表 13: GDP 累计同比贡献率	10
图表 14: 固定资产投资及分项	10
图表 15: 工业企业利润增速	11
图表 16: 工业企业营业收入增速	11
图表 17: 商品房销售与房屋新开工面积当月同比	11
图表 18: 居民房贷	11
图表 19: 出口增速当月同比 (以美元计价)	12
图表 20: GDP 增速	13
图表 21: 库存周期	13
图表 22: CPI 走势	14
图表 23: PPI 走势	14

1. 宏观政策：货币政策、财政政策均有发力空间

展望 2024 年，国内货币政策、财政政策均有发力空间。货币政策仍维持宽松，全年降准降息可能 2-3 次，流动性整体偏松。财政政策是影响今年经济运行的一个重要核心变量，财政政策将更为积极。

1.1. 货币政策：维持宽松，流动性整体偏松

展望 2024 年，货币政策仍维持宽松，全年降准降息可能 2-3 次。流动性将整体偏松，但需关注政府债券发行量增加时对流动性的阶段性冲击。

M2、社融增速同经济增长和价格水平预期目标相匹配

去年 12 月中央经济工作会议提到“保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。”过去的提法是：“广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。此次中央经济工作会议的定调出现重大变化。

根据费雪方程式 $MV=PQ$ ，M 代表货币总量，V 代表货币的交易速度，P 代表物价水平，Q 代表实际物品和服务的交易量。由于名义经济的增长，PQ 上升，货币总量 M 保持稳定，那么 V 将提高，即加快货币交易速度，因此预计 2024 年将继续降准降息，社融和 M2 增速仍将保持相对较高水平。

图表 1：M2 增速



资料来源：Wind，浙商国际

图表 2：社融增速



资料来源：Wind，浙商国际

PSL 再启

2014 年 1 月 2 日，央行网站公告称，2023 年 12 月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增 PSL（抵押补充贷款）3500 亿元。上一次 PSL 出现净新增是在 2023 年 2 月，时隔 10 个月央行再启 PSL。

PSL 是在 2014 年由央行创设，为开发性金融支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源。抵押补充贷款的主要功能是支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供的期限较长的大额融资。

从 PSL 投放历史看，曾进行过两轮 PSL 投放。第一轮是 2014 年 12 月-2019 年 12 月，PSL 主要用来支持棚改货币化安置，五年累计投放资金 3.65 万亿元。随着棚改去房地产库存任务基本完成，央行在 2020 年 3 月-2022 年 8 月暂定投放 PSL。第二轮是 2022 年 9 月-11 月，央行重启 PSL 投放。三个月累计投放资金 6300 亿元，主要用于支持基建。

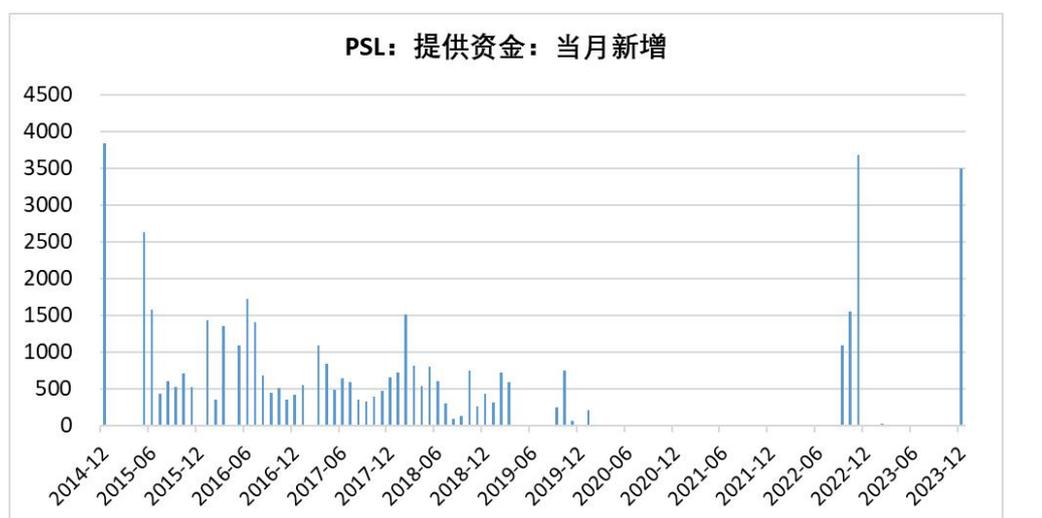
2023 年 2 月 PSL 净新增 17 亿元，2023 年 12 月央行公告再次投放 PSL，时隔 10 个月再启 PSL。2023 年 12 月央行投放 PSL 3500 亿元，是历史上 PSL 单月投放规模第三高的水平，仅次于 2014 年 12 月的 3831 亿元和 2022 年 11 月的 3675 亿元。

本轮 PSL 投放主要用于支持“三大工程”建设。“三大工程”建设主要指保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。2022 年 PSL 合计投放 6300 亿元，预计此次 PSL 规模将超过 2022 年，由于三大工程建设将持续较长时间，资金支持不可能一步到位，因此未来 PSL 规模还有增加可能。此次 PSL 规模可能在 1 万亿元左右。

PSL 兼具“准财政+宽货币”双重功能。一方面，PSL 资金投放具有针对性，仅通过政策银行支持特定项目，此次主要用来支持“三大工程”建设，具备财政的特点。另一方面，PSL 相当于央行投放基础货币，具有定向宽松的效果。而且 PSL 期限一般较长，属于中长期流动性投放。

预计此轮 PSL 将对投资形成拉动效应，由于此次 PSL 主要用于“三大工程”，并未进行货币化安置，对地产销售的带动或不及棚改时期。

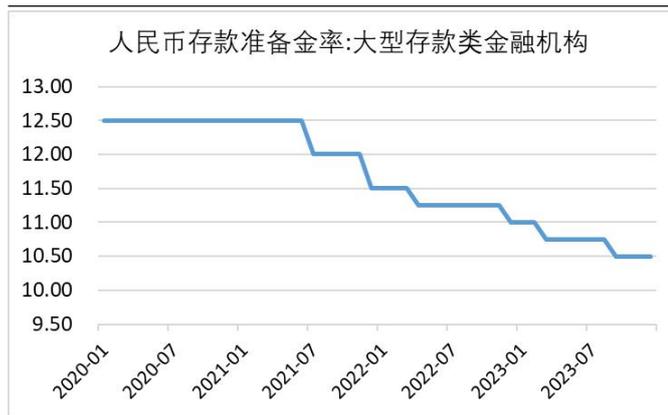
图表 3：抵押补充贷款 (PSL) 投放情况



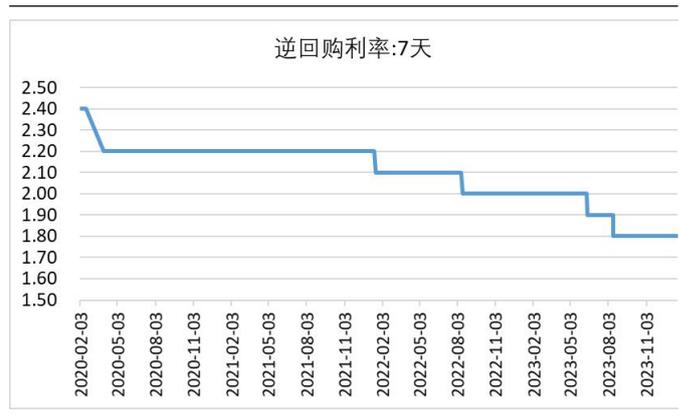
资料来源：Wind，浙商国际

流动性整体偏松

回顾 2023 年，国内货币政策延续宽松、先后各 2 次降准降息（3 月、9 月分别降准 25BP，6 月、8 月分别下调央行 7 天逆回购利率 10BP），流动性中性偏松，但受汇率和政府债券发行等扰动下流动性阶段性有所收紧。

图表 4：存款准备金率


资料来源：Wind，浙商国际

图表 5：央行 7 天逆回购利率


资料来源：Wind，浙商国际

2023 年 9 月-10 月，银行间市场流动性偏紧，资金利率明显上升，9 月 R007 由 1.8% 上升至 2.56%，10 月 R007 由 2% 上升至 3%。

当时资金利率上升的主要原因是：央行公开市场操作回笼增加、政府债券发行大幅增加、季节性因素等。去年三、四季度，地方特殊再融资债发行加速、财政部宣布“中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元”，政府债供给压力超预期，成为 2023 年 9-10 月影响银行间市场资金利率上升的最大扰动因素。

展望 2024 年，货币政策仍维持宽松，全年降准降息总数可能 2-3 次，流动性将整体偏松，但需关注政府债券发行量增加时对流动性的阶段性冲击。

图表 6：银行间市场流动性


资料来源：Wind，浙商国际

1.2. 财政政策：更加积极，将前置发力

展望 2024 年，财政政策将更加积极。财政赤字率大概率高于 3%，新增专项债规模约 3.8-4 万亿。广义赤字规模有望在 8.68 万亿以上。预计财政将前置发力。

财政赤字率或将提高

中央财政在 2023 年四季度增发国债一万亿元，作为特别国债管理。2023 年全国财政赤字由 38800 亿元增加到 48800 亿元，年内赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。引发了市场对未来财政空间和思路的讨论，市场认为打开了财政空间。为应对疫情冲击，2020 年、2021 年中国财政赤字率一度突破 3% 至 3.6%、3.2%。而 2022 年赤字率目标是 2.8%。

在当前财政政策已经比较积极的背景下，由于经济复苏仍不牢固、同时需要防范化解地方债务风险，仍需继续财政扩张的情况下，中央政府需要接替地方政府成为财政加杠杆的主体。2023 年四季度增发一万亿国债代表了这种财政发力的结构性变化开始出现，并且中央金融工作会议也明确要求“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构”，从政策设计层面也明确了政府加杠杆主体由地方向中央转移的路线。

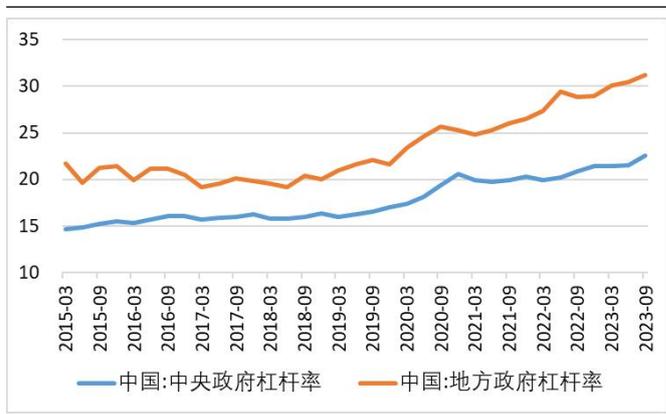
财政政策延续积极，而地方债务规模需要收缩，则需要通过中央加杠杆来实现。预计 2024 年财政赤字率或将提高，超过 3%。我们认为赤字率已经不再是强约束，赤字率 3% 或 3% 以上已经不再是赤字率的强约束。

图表 7：财政赤字率



资料来源：Wind，浙商国际

图表 8：政府杠杆率



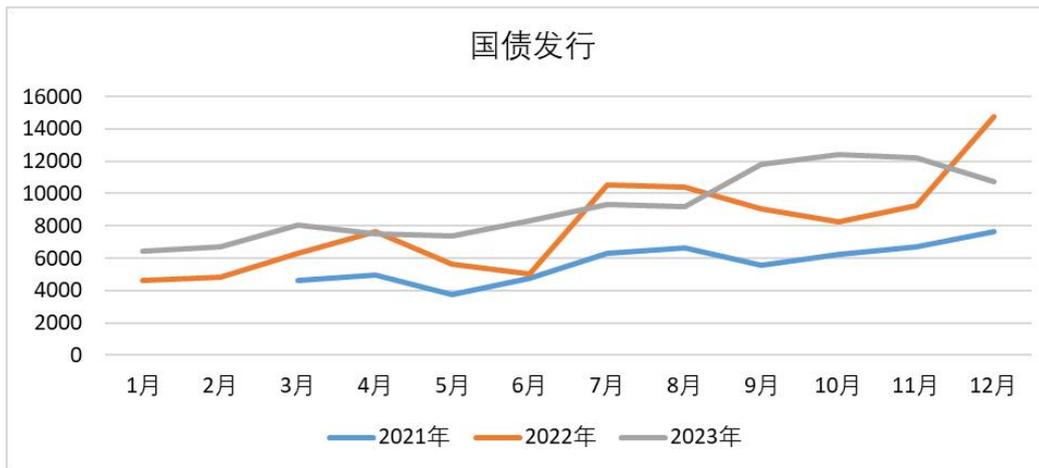
资料来源：Wind，浙商国际

国债供给或有所增加

2023 年全年国债净融资 41248 亿元。2022 年，全年国债净融资约 25747 亿元。与 2022 年相比，2023 年国债净融资量有所上升，与 2020 年净融资规模接近，为 2019 年以来较高水平。

去年 12 月中央经济工作会议提到“积极的财政政策要适度加力、提质增效。”我们认为 2024 年财政力度延续积极且力度有望加大，预计全年赤字率可能 3% 以上，因此我们认为，相比 2023 年，2024 年国债供给将有所增加。

2023 年增发万亿国债前，中央财政赤字 3.16 万亿、地方赤字 7200 亿，中央赤字占比 81.44%；增发万亿国债后，中央赤字提升至 4.16 万亿，对应占比提升至 85.25%。预计今年中央赤字占比继续维持在 85% 左右，假设今年赤字率为 3.8%，对应国债净融资规模约 4.1 万亿。

图表 9：国债发行量


资料来源：Wind，浙商国际

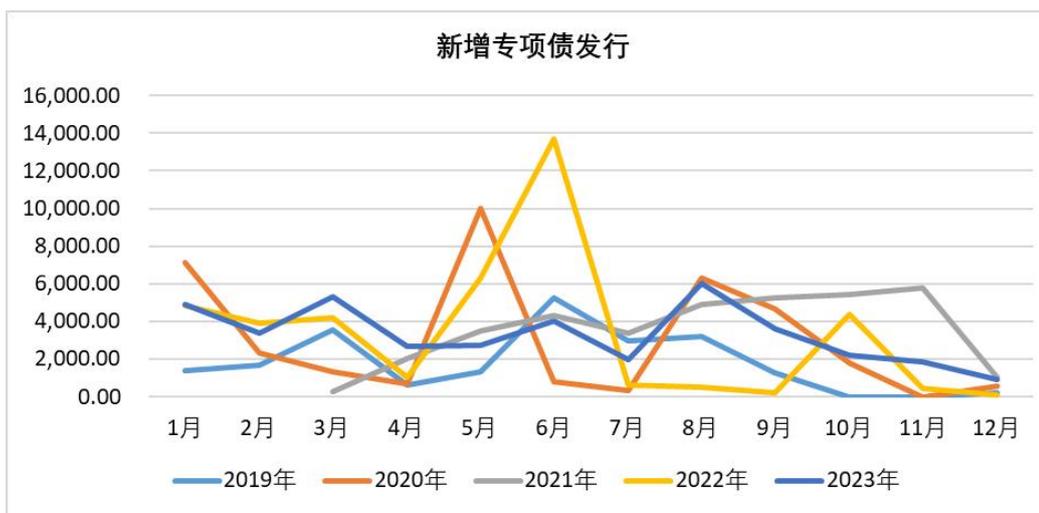
新增专项债供给或增加

2023 年新增专项债实际发行约 3.9 万亿元，专项债发行已经达到年初目标值（新增 3.8 万亿元），略低于 2022 年全年发行量 4 万亿元。节奏上来看 2023 年下半年发行量明显高于季节性，2023 年新增专项债集中在一季度和三季度发行。

去年 12 月中央经济工作会议提到“积极的财政政策要适度加力、提质增效。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。”政策基调较为积极。

我们预计 2024 年新增地方专项债额度约 3.8-4 万亿。2023 年地方专项债额度为 3.8 万亿，2024 年仍有稳增长诉求，专项债额度大概率不会低于 2023 年。

新增专项债主要投向市政及产业园区基础设施、交通基础设施等。

图表 10：新增专项债发行量


资料来源：Wind，浙商国际

财政政策将更加积极

展望 2024 年，财政政策将更加积极。

2024 年广义赤字规模有望在 8.68 万亿以上（3.8 万亿+4.88 万亿）。

当前仍然面临需求不足的问题，经济的修复基础尚不牢固，经济仍需政策加码巩固经济修复基础，因此预计今年财政将前置发力，2023 年内增发的 1 万亿国债有 5000 亿结转至 2024 年，专项债提前批额度也已下达，预计今年发行节奏将明显前置。

2. 经济数据：GDP 数据符合预期，投资数据出现回升

在稳增长政策的推动下，经济修复的有利因素在增多，但国内经济复苏仍不牢固，经济内生修复动能仍需加强，国内货币政策、财政政策均有发力空间。

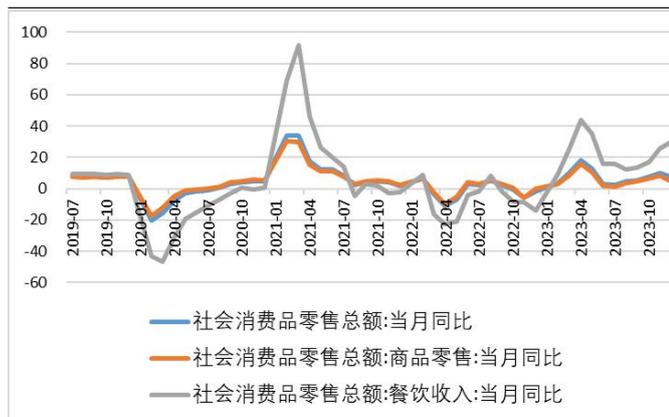
2.1. 12 月消费当月同比回落，但环比继续回升

12 月社会消费品零售总额当月同比增速回落，12 月 7.4%，前值 10.1%，环比为 0.42%。其中商品零售和餐饮收入当月同比增速分别为 4.8%（前值 8%）和 30%（前值 25.8%），餐饮消费表现亮眼。

从限额以上企业零售额看，服装、化妆品、金银珠宝、家具、石油消费增速上升，日用品、家电、通讯器材、汽车消费增速回落。

总体看，2022 年 12 月社会消费品零售总额当月同比为-1.8%，2022 年 11 月为-5.9%，因此相对前月对本月形成高基数效应，12 月消费同比出现回落。在政策推动下，消费增速持续修复，消费表现相对亮眼。

图表 11：社会消费品零售总额当月同比



资料来源：Wind，浙商国际

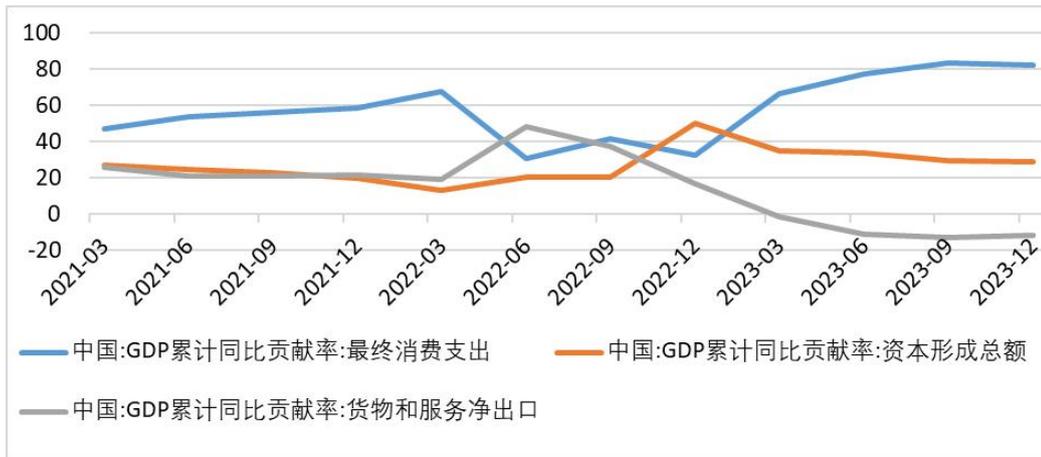
图表 12：社会消费品零售总额环比



资料来源：Wind，浙商国际

2023 年，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口分别拉动经济增长 4.3、1.5、-0.6 个百分点，对经济增长的贡献率分别是 82.5%、28.9%、-11.4%。四季度，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口分别拉动经济增长 4.2、1.2、-0.2 个百分点，对经济增长的贡献率分别是 80%、23.1%、-3.1%。

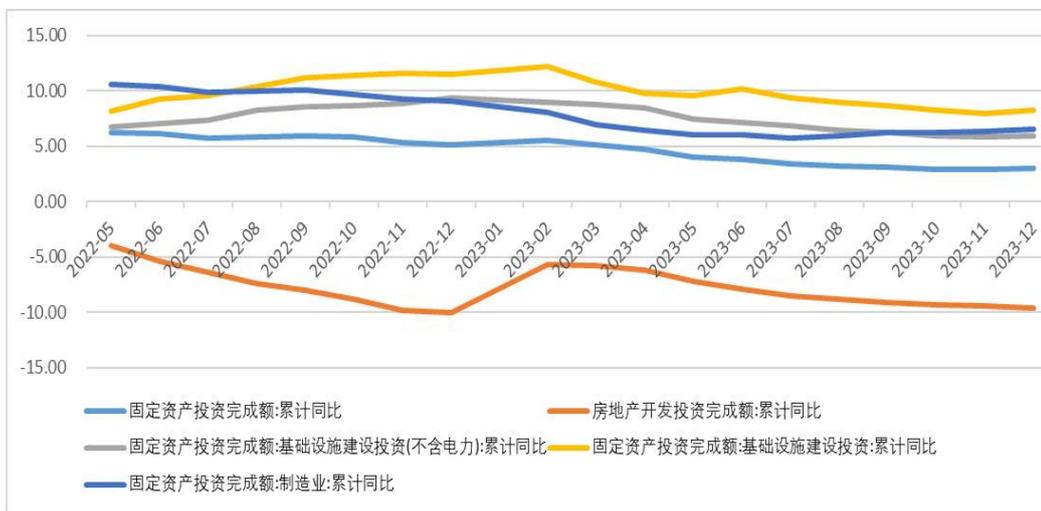
2023 年，消费成为经济增长的主要拉动力，恢复相对较快，表现较为亮眼。未来国内服务业占比将持续上升，因此消费对经济的拉动作用将继续上升，预计 2024 年消费延续温和修复，有望继续成为经济增长的拉动力。

图表 13: GDP 累计同比贡献率


资料来源: Wind, 浙商国际

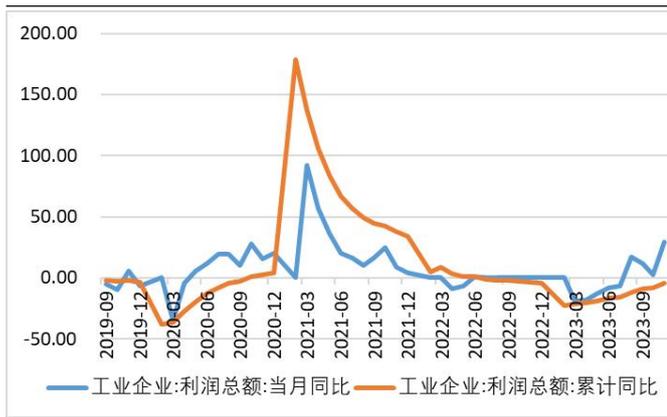
2.2. 投资数据首次出现回升, 基建和制造业投资回升, 房地产投资仍弱

1-12 月全国固定资产投资累计同比增长 3%, 前值 2.9%, 2023 年以来固定资产投资数据首次出现回升, 主要原因是基建和制造业投资回升。从分项看, 制造业投资为 6.5% (前值 6.3%); 基础设施投资 (不含电力) 为 5.9% (前值 5.8%), 房地产开发投资为 -9.6% (前值 -9.4%)。预计基建投资和制造业投资是今年投资项的支撑。

图表 14: 固定资产投资及分项


资料来源: Wind, 浙商国际

制造业: 12 月制造业投资继续回升。制造业投资是 2023 年表现相对平稳的分项。在企业利润 (11 月当月同比 29.5%, 前值 2.7%) 和营收 (11 月累计同比 1%, 前值 0.3%) 企稳回升带动下, 制造业投资表现相对韧性, 制造业仍是重要支撑项。

图表 15: 工业企业利润增速


资料来源: Wind, 浙商国际

图表 16: 工业企业营业收入增速

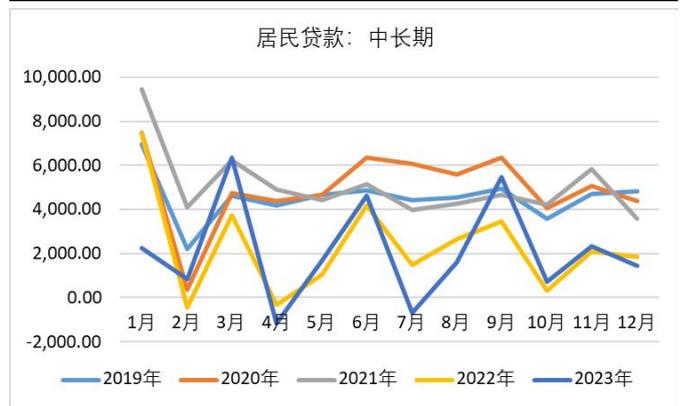

资料来源: Wind, 浙商国际

基建: 12月基建投资(不含电力)相比于上月回升0.1%。一方面,一万亿增发国债支持下,新开工或继续回升。财政部在2023年12月18日透露,财政部已下达首批国债资金预算2379亿元。12月29日,财政部透露第二批国债资金预算5646亿元已下达。目前,前两批项目涉及安排增发国债金额超8000亿元,1万亿元增发国债已大部分落实到具体项目。另一方面,2023年12月新增专项债发行921亿,高于2019-2022年以来大部分年份同期水平(除了2021年12月1011亿),2023年新增专项债资金主要投向市政和产业园区基础设施(占比30.3%)和棚户区改造(占比8.9%)。基础建设投资继续发力。

房地产: 12月房屋新开工面积当月同比再次转为负值,为-11.55%,10月为4.66%。12月商品房销售当月同比跌幅扩大,为-23.04%,10月为-21.26%。结合12月居民房贷数据,12月新增居民房贷低于2019-2022年水平,当前居民购房意愿不强。当前土地成交偏弱,房地产市场依然较弱。2014年1月2日,央行公告称,2023年12月,净新增PSL(抵押补充贷款)3500亿元。上一次PSL出现净新增是在2023年2月,时隔10个月央行再启PSL。本轮PSL投放主要用于支持“三大工程”建设。“三大工程”建设主要指保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。预计此轮PSL将对投资形成拉动效应,由于此次PSL主要用于“三大工程”,并未进行货币化安置,对地产销售的带动或不及棚改时期。

图表 17: 商品房销售与房屋新开工面积当月同比


资料来源: Wind, 浙商国际

图表 18: 居民房贷


资料来源: Wind, 浙商国际

2.3. 外需或整体维持韧性

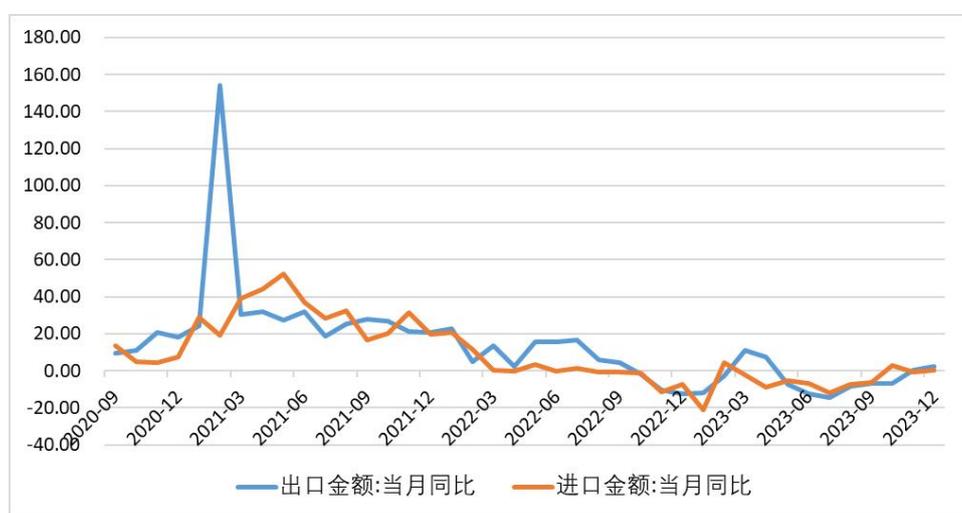
以美元计，12月中国出口金额同比增长2.3%，较前值加快1.8个百分点，增速连续五个月回升；进口增速由降转升，同比增长0.2%，前值为下降0.6%。

2023年主要出口商品中，增长最快的前三种商品是汽车（包括底盘）、船舶、汽车零配件，分别较上年增长69.0%、28.6%、9.0%，降幅最大的三种商品是稀土、未锻轧铝及铝材、自动数据处理设备及其零部件，分别较上年同期下降28.3%、下降26.1%、下降20.4%。

2023年，我国前三大出口市场分别是东盟、欧盟、美国。全球货物贸易数量修复或将在一定程度上支撑我国出口，与“一带一路”沿线国家的贸易往来、新能源等商品出口或有结构性亮点。

2024年外需或整体维持韧性。

图表 19：出口增速当月同比（以美元计价）



资料来源：Wind，浙商国际

2.4. GDP 增速符合预期

2023年四季度实际GDP同比增速5.2%，四个季度分别为4.5%、6.3%、4.9%、5.2%，全年实际增速5.2%。符合市场预期。

2023年政府工作报告提出：国内生产总值增长5%左右，好于政府工作报告给出的目标。

在稳增长政策的推动下，经济修复的有利因素在增多，但国内经济复苏仍不牢固，经济内生修复动能仍需加强，国内货币政策、财政政策均有发力空间。财政政策是影响今年经济运行的一个重要核心变量，财政政策将更为积极。

图表 20: GDP 增速


资料来源: Wind, 浙商国际

3. 库存周期与通胀

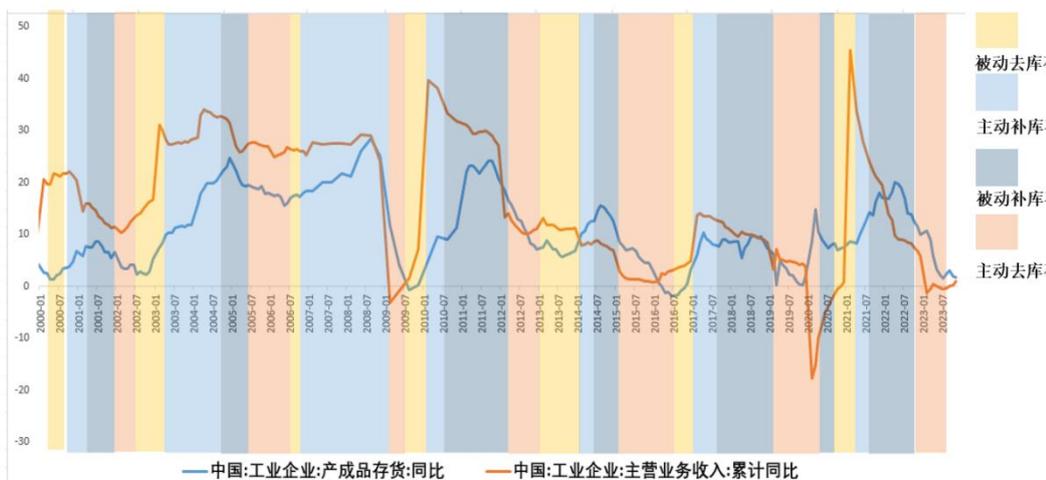
国内近期开始进入新一轮库存周期, 即被动去库阶段。

3.1. 库存周期

一轮库存周期以被动去库、主动补库、被动补库、主动去库顺序进行, 但在 2007 年受次贷危机影响跳过被动补库阶段, 2020 年受新冠疫情影响多出一段被动补库阶段。

1998 年至今国内大致走过 6 轮完整的库存周期, 前 6 轮库存周期平均持续 42.5 个月, 其中补库存 22 个月, 去库存 20.5 个月。

第 7 轮库存周期自 2019 年 11 月开始至 2023 年 6 月已经经历 44 个月, 其中补库存 19 个月, 去库存 25 个月。基本符合 42.5 个月的规律, 目前国内已经进入新一轮库存周期, 即被动去库阶段。

图表 21: 库存周期


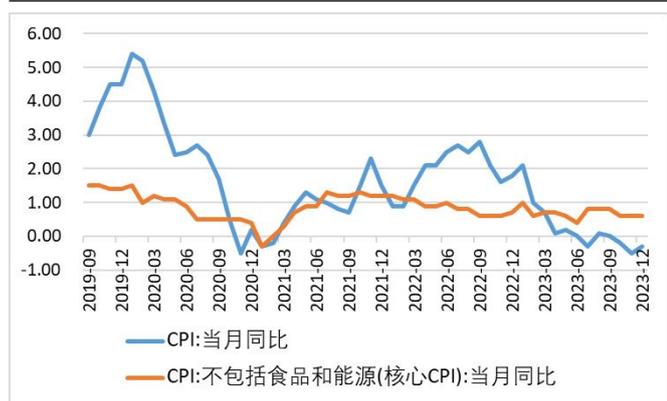
资料来源: Wind, 浙商国际

3.2. 通胀

2023年12月CPI同比降0.3%，前值降0.5%，受寒潮天气及节前消费需求增加等因素影响，CPI环比由降转涨（CPI环比上涨0.1%）。2023年12月PPI同比下降2.7%，前值降3%，受国际油价继续下行、部分工业品需求不足等因素影响，全国PPI环比下降（PPI环比-0.3%）。预计1月份CPI因春节错位可能偏弱，PPI环比动能仍待观察。

2023年以来，CPI持续低位运行，预计2024年货币政策有望适度发力，推动物价水平温和上升。

图表 22: CPI 走势



资料来源: Wind, 浙商国际

图表 23: PPI 走势



资料来源: Wind, 浙商国际

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（沈凡超，中央编号：BTT231），该（等）分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港上环德辅道中 199 号无限极广场 17 楼 1703-1706 室

客服热线：+852-2180 6499

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh.hk

官网：www.cnzsqh.hk